

新湖中宝(600208)

地产为主，金融为翼，高杠杆，高成长

孙建平

021-38676316

sunjianping@gtjas.com

本报告导读： 根据公司调研情况更新公司价值判断。

投资要点：

- 新湖中宝吸收合并新湖创业后，实际控制人黄伟先生和大股东新湖集团将控制公司 74.06%的股权，由此预判大股东会继续扶持公司做大，提高行业地位；同时可能运用资本市场平台，通过再融资既降低控股比例，又为抄底房地产行业、开始新一轮扩张做准备。
- 摊薄控股权比例和再融资能够协调的关键是公司有条件加快项目销售周转，有充分释放业绩的潜力。
- 公司业务线条是突出房地产主业，在银行、证券和期货三个金融行业实行有限的相关多元化，相关性表现在地产和金融的高杠杆和高成长性，同时为房地产主业业绩提供良好的平滑剂。
- 公司实际控制人和管理层在战略管控能力上有良好的历史记录，不到 15 年间在地产—金融行业中完成了非常漂亮的战略切换，所以可以期待公司管理层能够充分把握新一轮房地产行业机会。
- 因公司在建项目规模较大，可售面积充足；可售项目地价成本低；高盈利项目将开始集中竣工结算；没有高地价项目，所以公司业绩受益于行业回暖的弹性大，这是公司地产业务可享受高估值的原因。
- 公司还持有两个金矿公司和青海碱业公司等优质资产，有望充分受益于未来的经济复苏和通胀。
- 按吸收合并后 33.84 亿总股本，预计 09 年房地产主业贡献 0.31 元 EPS，金融股权投资贡献 0.11 元 EPS，合计 0.42 元 EPS，净利润同比增长 67%。预计 10 年房地产主业贡献 0.44 元 EPS，金融股权投资贡献 0.14 元 EPS，合计 0.58 元 EPS，净利润同比增长 42%。
- 09 年地产 20 倍、银行 12 倍、证券期货 22 倍动态 PE 得到目标价 8.1 元；房地产 RNAV 为 8.9 元，金融股权重估价值 2.3 元，重估目标价 11.2 元；综合两类估值方法公司目标价 10 元，调高投资评级到增持。
- 新湖创业目标价为 1.85 倍新湖中宝目标价，即 18.5 元，建议增持。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2088.01	2992.41	3504.90	4754.20	5760.72
(+/-)%	88%	43%	17%	36%	22%
经营利润 (EBIT)	308.01	615.32	1139.6	1745.58	2331.58
(+/-)%	142%	100%	74%	169%	34%
净利润	239.54	433.96	864.74	1405.54	1956.23
(+/-)%	37%	2%	99%	67%	39%
每股净收益 (元)	0.14	0.24	0.30	0.42	0.58
每股股利 (元)	0.00	0.01	0.05	0.12	0.17

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营利润率 (%)	10.9%	16.1%	18.5%	36.7%	40.5%
市盈率	7.9	27.1	25.0	17.9	12.9
股息率 (%)	0.0%	0.1%	0.7%	1.7%	2.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：

¥9.65

上次预测：¥7.5

当前价格：

¥7.44

2009.04.08

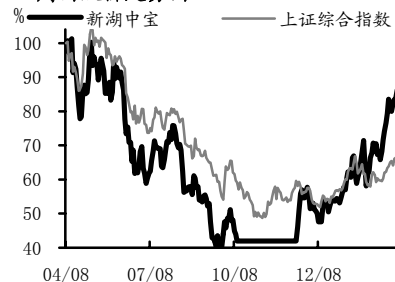
交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.11 ~ 8.89
总市值 (百万元)	21,136
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,822/710
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.25
日均成交量 (百万股)	12.0
日均成交值 (百万元)	67.9

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	4489
每股净资产	1.59
市净率	4.68
资产负债率	63.3%

52 周内股价走势图



相关报告

公司更新报告《新湖中宝：业绩增长符合预期，等待行业扩张机会》，2009.2.10
《国泰君安_新湖中宝高管电话交流会议纪要》，2008.12.26

公司更新报告《新湖中宝：吸收合并新湖创业将增强公司主业优势》，2008.12.15

公司更新报告《新湖中宝：财务稳健，立足长三角》，2008.6.23

行业更新报告《房地产：春江水暖鸭先知—关注广深地产板块》，2009.3.3

《房价定乾坤---2009年房地产行业投资策略》，2008.12.03

《资金紧张的冬天，谁的棉衣厚？—地产行业资金链状况及其影响》，2008.6.18

《国泰君安地产双周报》第 1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28 期，2008.1-2009.3

1. 新湖中宝将吸收合并新湖创业

1月7日公司公告，按1.85:1的比例吸收合并新湖创业。吸收合并后关注点如下：

(1) 大股东新湖集团后续动作值得关注。吸收合并后新湖集团将直接持有新湖中宝64.04%的股权；此外，通过控股99%的宁波嘉源公司持有7.59%股权，通过100%控股的恒兴力公司持有2.43%股权。即新湖集团和公司实际控制人黄伟先生还是公司的绝对控股股东，因此：

a. 新湖集团和黄伟先生还会继续全力扶持上市公司，做大公司规模，提高公司行业地位；b. 完成吸收合并后公司存在再融资的可能，充分运用上市公司资本市场平台，既降低大股东部分过高的持股比例，又为公司抄底房地产行业、准备新一轮资源布局，而这两个链条能周转起来的关键是公司有条件加快销售周转，有释放业绩的潜力。

(2) 新湖创业存在套利机会，股价也有上涨空间。 $yield = (P_{600208} * 1.85 / P_{600840} - 1) * 100\%$ 。4月3日新湖中宝股价7.49元，对应新湖创业合理股价应为13.86元，而当日新湖创业股价为12.96元，套利空间7%。我们预测新湖中宝目标价9.65元，则新湖创业目标价应为17.85元。

(3) 吸收合并方案能否实施的在于证监会审核意见，预计过会时间较快。因属于资产重组，不用排队和等待再融资开闸。预期会通过，因为一方面同一控制人下的资产整合是证监会鼓励的方向，另一方面新湖集团以作废新湖创业上市公司壳的代价，抢时间做吸收合并，应该“不会打无准备之仗”。

吸收合并新湖创业在资产、业务上给新湖中宝带来的新变化敬请参见我们12月15日公司更新报告《吸收合并新湖创业将增加公司主业优势》。

2. 业务线条：突出地产主业，以金融投资完成有限相关多元化

经过2008年的业务开拓，公司的业务线条逐渐清晰。在突出房地产主业的基础上，从银行、证券和期货三个领域实施有限的相关多元化。相关性表现金融和房地产有两个共性，一个是高杠杆性的普遍特征，另一个特征是高成长性；同时金融投资收益可为地产主业业绩提供平滑剂。

我们认为，从一个房地产高杠杆行业进入另一个金融高杠杆行业，其时机选择和资产布局能充分反映出公司实际控制人和公司管理层不凡的战略谋划和决断能力。

由于公司在战略管控能力上有良好的历史记录，不到15年间在地产—金融行业中完成了非常漂亮的切换，所以我们对公司管理层把握新一轮房地产行业机会充满期待。

新湖集团大约1995年从事房地产开发，2001年前后大举进军二三线城市，尤其是长三角区域，当时之所以坚决开拓二三线城市，看中的是基于房地产美好前景下这些区域房地产行业的超高杠杆性。2006年开始，公司原则上停止拿地，尤其是公开市场招牌挂拿地。当时最原始的想法是房地产行业的杠杆大幅降低（公司管理层曾在2008年12月24日国泰君安—新湖中宝高管电话交流会议中阐述过类似的该观点），同时行业成长性将降低。

关键是与与此同时，公司在金融行业大举扩张，迄今为止，已经参股 3 家商业银行，控股 1 家证券公司，参股 1 家证券公司，控股 1 家期货公司。原来参股的公司，或者变成了控股公司，或者继续增资。具体参见下表 1。

表 1：公司投资金融行业时间、标的情况统计

机构名称	盛京银行	成都农信社	吉林银行	湘财证券	长城证券	新湖期货
投资情况简介	08 年 1 月入股	08 年 12 月入股	08 年 11 月入股	06 年参股，07 年增资，08 年控股	07 年 12 月增资	95 年成立，07、08 年两次增资
业务简介	继北京银行、上海银行之后第三家跨省经营城市商业银行	省内 209 家农信社	省内 385 个网点	31 家营业部，17 家证券服务部	综合类证券公司，25 家营业部	商品和股指期货业务；全国 9 家营业部
最近两年净利润（08 年为预估数）	08 年 10 个亿以上	08 年 10 个亿以上	08 年 10 个亿左右	07 年 8 个多亿，08 年 3 个亿以上	07 年 18 个亿，08 年 5 个亿	08 年 1000 万
08 年总资产/净资产	1134.8 亿元	1132.3 亿元	852 亿元	23.41 亿元	60.87 亿元	1.35 亿元
09 年初持股比例	8.83%	7.75%	1.88%	24.9%	0.72%	89.42%
投资成本	4.5 亿元	3 亿元	1.8 亿元	10.63 亿元	0.71 亿元	1.17 亿元
会计核算方法	成本法	权益法	成本法	合并报表	成本法	合并报表

注：3 家银行为总资产数，湘财证券、长城证券和新湖期货为净资产数，其中，新湖期货为注册资金。

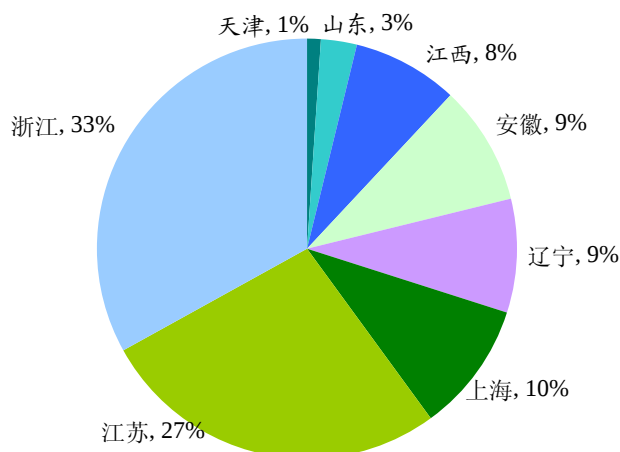
资料来源：公司年报，新湖创业公司年报，国泰君安证券研究所收集整理。

3. 房地产业绩受益于行业回暖的弹性很大

房地产公司业绩要从行业回暖的成交量反弹中充分受益，我们认为，有两个必要条件，一个是在建项目规模较大，可售面积充足；另一个是可售项目地价成本低。正是因为如此，我们在看好珠三角楼市见底复苏的 3 月 3 日行业更新报告《春江水暖鸭先知》中，重点推荐了该区域的华发股份、深振业和中国宝安三个二线公司。

同样的逻辑可以应用到新湖中宝上，虽然长三角楼市见底时间要比珠三角晚（参见《春江水暖鸭先知》中的各城市见底时间排序图），但因为公司项目储备布局多元化，可以先后充分参与到各个区域楼市回暖中。按 09 年初项目储备建筑面积统计，33%在浙江省的杭州、海宁、衢州；27%在江苏省的南京、苏州；26%分布在安徽、辽宁和江西，其中主要在九江和沈阳；10%在上海内环。

图 1 公司项目储备规划建面 70%分布在长三角



资料来源：公司年报。

在建规模大，可售面积充足：07-08 年公司开工面积总计 212 万平方米建筑面积，大部分处于在建或在售状态。吸收合并新潮创业后，公司总共拥有大约 29 个项目，仅有杭州杭汽轮地块、温州新湖庄园、瑞安金座银座、沈阳香格里拉、上海中农公司地块等 5 个项目尚未开工。

地价成本低，毛利率高：公司现有 921 万平方米建筑面积的项目储备中，75%的项目是 05 年之前获取的土地，仅有 25%是 05 年之后获取的土地。平均楼面地价大约 850 元/平方米，部分重点盈利项目的楼面地价和预计毛利率参见下表 2。

表 2：公司部分重点盈利项目的楼面地价和毛利率预估情况及工程进度 （单位：万平方米，元/平方米）

项目名称	产品类型	可售建筑面积	预估楼面地价	目前或预计售价	预计毛利率	工程进度
杭州香格里拉	别墅为主	26	1600	23000	76%	滚动开发
杭州新兰德	别墅为主	37	770	15000	74%	在建待售
杭州杭汽轮项目	公寓	8	11000	38000	58%	规划中
上海新湖明珠城	公寓	60	2200	25000	75%	滚动开发
上海新湖景城	公寓	18	3400	280000	71%	规划中
南京仙林翠谷	别墅/公寓	46	350	6500	46%	在建在售
苏州明珠城	别墅/公寓	152	860	5500	33%	在建在售

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究所预测。

项目案例：上海新湖明珠城潜在利润非常丰厚

新潮创业年报披露，地处内环的上海新湖明珠城尚有 7.5 万平方米建筑面积的住宅、1700 个车库和 1.6 万平方米商业用房待售，已经基本竣工。按照目前市价，即住宅 25000 元/平方米，车库 18 万/个，商业房 40000 元/平方米，可推算该部分竣工待售项目价值 28 个多亿，预计净利润在 8-10 个亿之间，按吸收合并后 33.84 亿总股本，为 0.24-0.3 元 EPS。

更重要的是，上海新湖明珠城即将开工 5 万平方米建筑面积，后面还有大约 45 万平方米建筑面积的未开发项目储备。

4. 持有的优质资产有望充分受益于未来的经济复苏或通胀

首先是金融股权投资，即 3 家商业银行、2 家证券公司和 1 家期货公司。

其次是两个金矿公司，一个是山东蓬莱，一个位于河北丰宁，后者还可能含有钼矿。此外，新潮创业吸收合并后，将增加青海碱业公司和金州管道公司。具体参见下表 3。

表 3：公司部分实业股权投资情况统计

公司名称	主业	业务简介	09 年初持股比例	投资成本
青海碱业公司	烧碱	07 年 1 期 93 万吨产量	35%	9.05 亿元
浙江金州管道公司	石油运输管道等	年产各类防腐管道 100 万吨	20%	1 亿元
河北丰宁承龙矿业公司	金矿/钼矿	估算 I 号钼矿脉矿石量 135.98 万吨，Mo 金属量 6277.09 吨	80.00%	1.3 亿元
山东蓬莱金奥湾矿业公司	金矿	1.66 万吨金矿石，金金属量 883.68Kg	100.00%	7800 万元

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究所预测。

5. 业绩预测：吸收合并后 09 年 0.42 元 EPS，10 年 0.58 元 EPS

09 年开始公司具备规模优势的可售面积和低地价成本优势将充分反映到公司报表中，尤其是杭州香格里拉、杭州新兰德项目、上海新湖明珠城、南京仙林翠谷等高盈利项目将陆续竣工结算。

5.1. 09 年净利润同比增长 67%，吸收合并后 EPS 达到 0.42 元

房地产主业：根据项目开发销售进度，假设 09 年结算 62.8 万平米，结算收入 47.54 亿元，同比增长 36%；结算项目参见下表 4。假设三项费用率为 9%，所得税率 25%，最后得到房地产结算净利润 10.42 亿元，同比增长 40%。按照吸收合并后 33.84 亿总股本，房地产主业 EPS 为 0.31 元。

金融股权投资收益：假设湘财证券和新湖期货公司合并后归属净利润在投资收益中反映。(1) 盛京银行和吉林银行 08 年净利润 30% 分红率，得到 5600 万元投资收益；(2) 成都农信社 09 年预估 13.5 亿元净利润，同比 30% 增长率，得到 1.04 亿元投资收益；(3) 湘财证券 09 年预估 7 个亿净利润，得到 1.74 亿元归属净利润；(4) 新湖期货 09 年预估 3500 万净利润，得到 3200 万归属净利润。总计投资收益 3.64 亿元，按吸收合并后 33.84 亿总股本，金融股权投资收益贡献 0.11 元 EPS。

09 年房地产主业加上金融股权投资收益，总计 14.06 亿元净利润，0.42 元 EPS。

表 4：公司 09 年和 10 年项目结算预测

(单位：万平米，元/平米，百万元)

项目名称	权益比例	09 年			10 年		
		结算面积	均价	收入	结算面积	均价	收入
杭州香格里拉	100%	1.5	14500	217.50	3.5	28000	980.00
杭州新兰德	51%	2.5	12000	300.00	3.5	13000	455.00
嘉兴新湖绿都	100%	1.4	4500	63.00			
嘉善风泽泗洲	100%	2.2	4600	101.20			
海宁百合新城	50%	8	9300	744.00	6	7800	468.00
桐乡香格里拉	52%	2.5	6500	162.50	3	6500	195.00
衢州新湖景城	100%	3.5	3500	122.50	5	3800	190.00
温州龙港新湖绿都	100%	2.5	4500	112.50	3.5	4500	157.50
温州新湖罗马广场	100%	3	5500	165.00	3	5500	165.00
上海新湖明珠城	95%	6	22000	1320.00	6	25000	1500.00
南京仙林翠谷	100%	4	8500	340.00	5	9000	450.00
苏州明珠城	100%	10	5200	520.00	10	5400	540.00
镇江涌金花园	100%	1	7500	75.00	2	7500	150.00
淮安翔宇花园	55%	3.5	2600	91.00	0.97	2600	25.22
九江柴桑春天	70%	4	3500	140.00	4	3600	144.00
芜湖长江现代城	100%	3	5500	165.00	4	5500	220.00
蚌埠山水华庭	100%	2	2500	50.00	2	2600	52.00
沈阳北国之春	100%	3.5	6500	227.50	4	6600	264.00
总计	--	62.80	7570	4754.20	62.47	9222	5760.72

5.2. 10 年净利润同比增长 42%，吸收合并后 EPS 达到 0.58 元

房地产主业：根据项目开发销售进度，假设 10 年结算 62.5 万平米，结算收入 57.61 亿元，同比增长 21%；结算项目参见下表 4。假设三项费用率为 9%，所得税率 25%，最后得到房地产结算净利润 14.08 亿元，同比增长 35%。按照吸收合并后 33.84 亿总股本，房地产主业 EPS 为 0.44 元。

金融股权投资收益：假设湘财证券和新湖期货公司合并后归属净利润在投资收益中反映。(1) 盛京银行和吉林银行 09 年净利润 30%分红率，得到 6400 万元投资收益；(2) 成都农信社 10 年预估 17.5 亿元净利润，同比 30%增长率，得到 1.35 亿元投资收益；(3) 湘财证券 10 年预估 9.1 个亿净利润，得到 2.27 亿元归属净利润；(4) 新湖期货 09 年预估 4600 万净利润，得到 4100 万归属净利润。总计投资收益 4.67 亿元，按吸收合并后 33.84 亿总股本，金融股权投资收益贡献 0.14 元 EPS。

10 年房地产主业加上金融股权投资收益，总计 19.56 亿元净利润，0.58 元 EPS。

6. 综合 PE 和重估市值估值目标价 9.65 元，调高评级到增持， 建议增持新湖创业

分类 PE 估值：(1) 房地产主业：吸收合并后 09 年 0.31 元 EPS，考虑到公司可售面积规模大、地价成本低、高毛利率项目将集中结算、没有高地价项目拖累和 10 年房地产 35%增长率，可以给予公司 09 年 20 倍 PE，得到目标价 6.2 元。

(2) 金融股权投资：因为公司银行持股成本低且为长期战略投资，并且参考资本市场上市公司 PE 估值，给予盛京银行、成都农信社、吉林银行 09 年 12 倍 PE，对应目标价 0.56 元；给予合并报表的湘财证券和新湖期货 22 倍 PE，得到 1.33 元目标价，加总为 1.9 元目标价。

因此，分类 PE 估值得到公司目标价 8.1 元。

房地产 RNAV 估值：710 万平米权益建筑面积项目储备，8%的贴现率（项目地价成本低），按照吸收合并后 33.84 亿总股本，得到公司开发项目储备重估净资产为 8.06 元，考虑新湖创业和新湖中宝 08 年年报合并后 1.57 元每股净资产和 0.73 元每股净负债，得到房地产资产 RNAV 为 8.9 元。

金融投资股权重估价值：3 家商业银行 9.3 亿投资，按照 3 倍 PB 重估；湘财证券、长城证券和新湖期货总计 12.51 亿元，按照 4 倍 PB 重估；最后得到 77.91 亿元重估价值，按 33.84 亿总股本折合每股价值为 2.3 元。

因此，公司房地产和金融股权重估价值为 11.2 元。

综合分类 PE 估值和重估市值两类估值，目标价 9.65 元，公司投资评级从谨慎增持调高到增持。

根据新湖中宝吸收合并新湖创业方案，新湖创业目标价为 1.85 倍新湖中宝目标价，即 17.85 元，同样给予新湖创业增持投资评级。

附表：公司损益表及其预测（单位：百万元，百万股）

年份	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	1113.22	2088.01	2992.41	3504.86	4754.20	5760.72
二、营业总成本	1103.82	1932.64	2608.10	3025.47	3103.70	3544.36
营业成本	925.42	1628.89	2184.31	2379.07	1842.25	1953.39
营业税金及附加	17.66	97.88	143.75	197.87	833.58	1072.50
销售费用	29.75	56.25	52.13	102.87	152.13	184.34
管理费用	54.39	97.25	131.61	176.44	180.66	218.91
财务费用	76.61	66.43	40.37	120.40	95.08	115.21
资产减值损失		-14.06	55.92	48.81		
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益		1.41	-0.46	-2.5		
投资净收益	5.32	148.61	232.07	562.99	364.00	467.00
四、营业利润	16.06	305.39	615.93	1029.79	2014.50	2683.36
加：营业外收入	0.97	5.89	2.81	1.41	0.00	0.00
减：营业外支出	0.63	3.27	3.42	11.98	0.00	0.00
五、利润总额	19.84	308.01	615.32	1029.22	2014.50	2683.36
减：所得税	9.37	68.47	181.36	164.48	412.62	554.09
六、净利润	10.47	239.54	433.96	864.74	1601.87	2129.27
减：少数股东损益	3.51	2.09	19.37	24.2	196.33	173.04
归属于母公司所有者净利润	6.96	237.45	414.60	840.55	1405.54	1956.23
七、每股收益：						
总股本	250.84	250.84	1512.76	2821.85	3384.4	3384.4
基本每股收益	0.03	0.14	0.24	0.30	0.42	0.58

数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究所预测。

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com